



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sweden | 15 February 2021

Sivers Semiconductors

Sivers Semiconductors - ett bra kvartal

Bra resultat i Q4

Intäktsnivån i Q4 överraskade positivt med 30 mkr i intäkter jämfört med en nivå om 23-24 mkr tidigare kvartal. Även resultatnivån var bättre med en EBIT om -11 mkr exklusive en återföring av reserveringar i personalkostnader. EBIT resultatet har successivt stärkts sedan H2 2019 då EBITnivån var negativ med över 25 mkr per kvartal. Kassan är dessutom stark med 249 mkr i slutet av kvartalet.

Fortsatt stark utveckling av affären i Q4

De framsteg Sivers gjort under Q4 har redan meddelats i pressreleaser och utvecklingen av kundbasen är fortsatt stark. Inom Photonics har F100 kunden gett fler uppföljningsorder, och Wireless har fått en ny större order i form av 8device. Nya marknader och nya användningsområden fortsätter att öppnas upp. Sivers anser att de aldrig haft så stark pipeline av nya produkter och nya, större kunder än nu.

Sivers är en unik tillgång

Med de kunder Sivers vunnit kommer intäkterna att växa påtagligt fram till 2025 och vi ser ett värde om 40-42 kr för aktien. Sivers är dock en unik tillgång i form av ett litet, högteknologiskt bolag med bevisad försäljning inom globala tillväxtmarknader. Attraktionen i Sivers positionering visas av de förvärv som i år skett i sektorn. Vårt motiverade värde kan därför visa sig vara för konservativt.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	40.00 - 42.00	
EPS, just 21e	-0.29	-0.29	0.0%	Sales,m	91	240	486	1,075	Current price	SEK35.80
EPS, just 22e	0.27	0.27	0.0%	Sales Growth	(5.7)%	164.3%	102.5%	121.2%	Risknivå	High
EPS, just 23e	1.24	1.24	0.0%	EBITDA, m	(64.6)	(30.0)	104	292	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser				EBIT, m	(95.5)	(64.7)	69.1	254.6		
				EBIT adj	(1.39)	(0.29)	0.27	1.24		
Årsredovisning 2020 2021-04-23				EPS Growth	(131.8)%	79.1%	191.6%	363.8%		
				Delårsrapport Q1 2021 2021-05-20				Equity/Share		
Delårsrapport Q2 2021 2021-08-21				Dividend	0.00	0.00	0.15	0.30		
Bolagsfakta (mkr)				EBIT Marginal	(70.6)%	(22.9)%	13.8%	23.3%		
				ROE (%)	(63.2)%	(12.9)%	12.0%	40.1%		
				ROCE	(28.1)%	(18.8)%	20.8%	69.9%		
				EV/Sales	59.21x	22.40x	11.06x	5.00x		
				EV/EBITDA	(83.2)x	(179.2)x	51.5x	18.4x		
				EV/EBIT	(56.3)x	(83.1)x	77.8x	21.1x		
				P/E, adj	(25.7)x	(123.1)x	134.5x	29.0x		
				P/Equity	--x	--x	--x	--x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.5%	0.9%		
				FCF yield	(3.7)%	(1.0)%	1.1%	2.4%		
Net Debt/EBITDA	0.9g	(1.2)g	(0.5)g	(0.6)g						
Analytiker				jonas.jansson@penser.se						
				oscar.holm@penser.se						

This report was completed and disseminated 15 February 2021: 8:30 CET



Sammanfattning

Sivers Semiconductors - ett bra kvartal

Investment Case

Sivers Semiconductors innehåller två affärsområden inom kommunikation, Wireless och Photonics. Både Wireless och Photonics har lyckats karva ut varsin nisch inom vilken konkurrensen är begränsad. Wireless har flera konkurrenter som tillverkar chip, men få som är verksamma inom millimetervåg och högfrekvens. Photonics är ett av få bolag som har tillverkning av optiska komponenter separat, snarare än totallösningar.

Båda affärsområdena har starka positioner inom områden som kommer att ha stark tillväxt kommande år. För att bygga ut mobila nätverk för 5G kommer millimetervåg i kombination med Fixed Wireless Access (FWA) att växa starkt och Sivers är idag den enda aktör som kan erbjuda full bandbredd i millimetervåg med sina chipset. Denna konkurrens fördel visas av de stora order Sivers fått under 2020 inom FWA-marknaden. Inom Photonics har Sivers två Fortune 100-kunder med vilka de driver utvecklingsprojekt. Kunderna befinner sig i olika faser i utvecklingen men den kund som kom in först har gått igenom de för Sivers mest kritiska utvecklingsfaserna. Därmed kan denna kund kunna gå in i volymproduktion kring 2022/2023 vilket i så fall kan ge intäkter kring 1 Mdr från denna enda kund.

För att få ut sina produkter på marknaden har Sivers arbetat upp ett nätverk av kunder, samarbetspartners och återförsäljare. I takt med att nätverket växer och aktörerna jobbat längre med Sivers produkter är det lättare att generera nyförsäljning. De senaste åren har detta resulterat i stora kunder eller stora ordrar inom båda affärsområdena men även att nya applikationsområden och nya kunder dyker upp lite var som helst. Exempel på detta i Q4 är order för testprodukter från Siemens Healthineers i Kina och Astra Microwave i Indien samt ordern från TMYTMEK i Taiwan i år. Produkternas konkurrenskraft är bevisad av försäljningsframgångar, vilket banar väg för att vinna nya ordrar.

Eftersom Sivers har flera projekt som börjar generera större intäkter längre fram i tiden utgår vi från att värderingen kommer att styras av hur bolaget kommer att se ut om några år. Vi baserar därför värderingen på 2025. Vår prognos bygger på de order Sivers kommunicerat ett ordervärde för, en skattning av intäkter från befintliga kundprojekt samt ett antagande om intäkter från nya kunder under prognosperioden.

En värdering i linje med liknande bolag om 6X sales och 2 Mdr i intäkter 2025, diskonterat till nuvärde, ger ett värde om 40-42 kr för aktien. Att ha i beaktande är dock att Sivers är en unik tillgång. Sivers är ett litet, högteknologiskt bolag med starka marknadspositioner och bevisad försäljning inom globala tillväxtområden. Av dessa skäl kan vårt motiverade värde visa sig vara för konservativt och attraktionen i Sivers affärsområden tydliggörs av två förvärv som skett nyligen.

Inom photonics lade Lumentum Holdings den 19 januari i år ett bud på Coherent Inc för motsvarande 5,7 Mdr USD. Coherent har svag tillväxt och låg EBIT-marginal och var innan budet kom värderad kring motsvarande 2,6 X sales på 2021. Budet motsvarar 4,7 X sales vilket innebar en kraftig budpremie. Inom halvledarbranschen lade den 8:e februari i år japanska Renesas Electronic ett bud på Dialog Semiconductors om 4,7 Mdr Euro och budnivån innebär att Renesas betalar cirka 4 X sales för Dialog. Dialog Semiconductors har en EBIT-marginal kring 20% men har de senaste fyra kvartalen haft negativ försäljningsstillväxt.

Motiverat värde

40-42 kr

Sivers fortsätter att utvecklas positivt

Resultatutvecklingen i Q4 var bra med intäkter om 30 mkr jämfört med 20-25 mkr per kvartal de senaste två åren. Även EBIT nivån har förbättrats och exklusive extraordinära poster var underliggande EBIT -11 mkr i Q4 och har successivt förbättrats sedan 2019 då EBIT nivån var negativ med över -25 mkr per kvartal i slutet av det året. Dessutom är kassasituationen god med 249 mkr i kassan i Q4.

Sivers är fortfarande i ett uppbyggnadsskede och det kommer att dröja till 2022/2023 innan befintliga order börjar generera väsentliga intäkter. Av det skälet är det närmaste årets resultatutveckling av mindre intresse och viktigare är vad som kommuniceras kring nya kunder, order och designwins.

I det avseendet har Q4 inneburit en fortsatt positiv utveckling. Ytterligare en stor order inom Fixed Wireless Access marknaden i USA togs med kunden 8device och ett ordervärde om 70-100 mkr över en treårsperiod. Intäkterna från ordern antas börja växa redan under andra halvåret 2021 och ge 20 mkr i intäkter för att sedan öka successivt. Nya användningsområden och nya geografiska marknader öppnades också under kvartalet. Siemens Healthineers lade en order för att använda Sivers 60 GHz-teknologi i medicinska tillämpningar avseende den kinesiska marknaden. Astra Microwave Products i Indien lade en order avseende ett provchip för att utvärdera Sivers produktportfölj. Inom Photonics fick Sivers ytterligare 4 mkr i en uppföljningsorder från den första Fortune 100 kunden.

Efter kvartalets utgång lade Fortune 100 kunden ytterligare en uppföljningsorder om 11 mkr och i förra veckan meddelades en beställning av IC-komponenten från TMYTEK i Taiwan. TMYTEK är ett företag som tillhandahåller millimeter våglösningar inom 5G och satellitkommunikation. Ordern uppges dock vara liten.

Inga andra nya designwins meddelades i Q4 rapporten men däremot gav Sivers en uppdatering av hur de olika projekten löper på, och en del nyheter kom fram. Pandemin fortsätter att fördröja utrullningen av projekt hos Sivers kunder men **Adtran** uppges nu ha trådlösa nätverk uppe på 6-7 platser. Sivers tror att denna utrullning kommer att accelerera i takt med att tekniken blir mer välkänd. Vad gäller **Blu Wireless** är tågresandet på sparlåga men investeringar som skjutits på kan troligen komma igång 2021. **Cambium** har kommit med en första volymorder och börjar utrullning av produkter och Sivers tror att även kunden **East European COM** kommer igång snart. **Fujikura** är nu också klara att lansera en 60 GHz modul under andra halvåret 2021 vilket är positivt eftersom Fujikura inte kommunicerat mycket kring hur deras projekt utvecklats tidigare. **Airvine**, som bygger trådlösa nätverk i fabriker, kontor etc, kommer in i volymfas senare under 2021. **Ampleon**, som jobbar mot Tier 1 kunder inom bland annat Open-Ran lösningar, har nu börjat sälja chip som de utvecklat tillsammans med Sivers och är redo att börja sälja i volym. Ampleon har dock fortfarande inte någon order med en Tier 1 kund.

Inom Photonics fortsätter projektet med den första Fortune 100 kunden och det har nu gått lite över 2 år av de 4 år Sivers räknar med att det tar innan kunden kan komma in i volymproduktion. Förhandlingar pågår om och när en pilotlina kan startas för kunden men inget är ännu definitivt. Sivers kommer att meddela när och om så sker.

Sivers menar att de aldrig haft så stark produktportfölj som nu och heller aldrig en så stark pipeline av nya större kunder. Diskussioner förs med fler Fortune 100 bolag, förutom de kunder Sivers redan har, och möjliga nya sådana kunder uppges finnas inom både Photonics och Wireless. Sivers är övertygade om att de kommer att vinna nya större design wins under 2021 och att det också är sannolikt att Wireless växer snabbare än Photonics kommande år.

Alltså är outlooken för 2021 konfident. Eftersom storleken på möjliga intäkter från befintliga och nya kunder inte kommunicerats gör vi dock inte några förändringar av våra estimat som ligger kvar med intäkter om 2 Mdr 2025.

Övrigt som kan vara positivt kommande år är listningen på Nasdaqs huvudlista (ambition juni 2021) samt etableringen av ett kontor i Kalifornien, vilket kommer att ske snart.

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	18	66	72	96	91	240	486	1 075	1 655
Övriga intäkter	6	13	17	10	9	14	16	18	26
Aktiverat arbete för egen räkning	11	17	49	43	37	28	0	0	0
Kostnad sålda varor	-5	-27	-45	-40	-26	-108	-228	-538	-828
Bruttovinst	30	69	93	110	111	174	274	555	853
Övriga rörelsekostnader	-50	-89	-145	-158	-172	-204	-169	-263	-366
EBITDA	-20	-20	-53	-48	-61	-30	104	292	487
Avskrivningar	-6	-32	-17	-30	-30	-35	-35	-38	-45
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-26	-51	-70	-78	-91	-65	69	255	442
Finansiella intäkter	0	1	0	0	7	2	2	2	3
Finansiella kostnader	0	-1	-10	-9	-123	-3	-3	-3	-3
Resultat före skatt	-26	-52	-80	-87	-206	-66	68	253	442
Skatter	0	6	8	11	6	22	-26	-62	-96
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-26	-46	-72	-76	-201	-44	42	192	345

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	3	138	135	135	135	135	135	135	135
Övriga immateriella tillgångar	27	63	104	132	148	147	146	156	180
Materiella anläggningstillgångar	2	29	45	58	61	61	68	90	124
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	32	229	283	324	344	343	348	381	439
Varulager	5	16	14	10	15	32	55	89	128
Kundfordringar	6	23	22	19	20	42	82	149	171
Övriga omsättningstillgångar	6	18	17	19	20	60	104	170	235
Likvida medel	19	62	42	52	250	211	281	399	636
Summa omsättningstillgångar	35	119	96	100	304	346	521	807	1 170
SUMMA TILLGÅNGAR	67	348	380	424	647	689	869	1 188	1 609
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	56	197	274	289	532	448	523	715	1 010
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	56	197	274	289	532	448	523	715	1 010
Långfristiga finansiella skulder	1	118	41	16	39	39	39	39	39
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	10	12	23	43	43	43	43
Summa långfristiga skulder	1	119	51	28	62	82	82	82	82
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	40	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	3	12	21	14	14	26	55	119	128
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	8	21	34	54	39	133	209	271	388
Summa kortfristiga skulder	11	33	55	107	53	158	263	390	517
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	67	348	380	424	647	689	869	1 188	1 609

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Resultat	-26	-51	-70	-78	-86	-65	69	255	442
Icke kassaflödespåverkande poster	7	31	32	36	63	35	35	38	45
Förändringar i rörelsekapital	-5	-10	8	-8	-40	47	0	-41	0
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-24	-30	-30	-50	-63	17	104	251	487
Investeringar	-18	-33	-65	-52	-40	-34	-41	-70	-102
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-42	-64	-95	-102	-103	-17	63	181	384
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	-23	-46	-77
Nyemission / återköp	9	74	64	85	268	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-3	33	4	19	12	20	0	0	0
Kassaflöde	-36	43	-27	2	177	3	40	135	307
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-18	56	11	19	-183	-125	-194	-313	-550

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Omsättningstillväxt	-14%	260%	9%	35%	-6%	164%	103%	121%	54%
EPS-tillväxt, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	454%	180%
Bruttomarginal	82%	68%	63%	71%	80%	60%	53%	50%	50%
EBITDA-marginal	-56%	-20%	-38%	-32%	-44%	-11%	21%	27%	29%
EBIT-marginal	-74%	-54%	-51%	-52%	-66%	-23%	14%	23%	26%
Skattesats	0%	12%	10%	13%	3%	33%	38%	24%	22%

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-38%	-36%	-31%	-27%	-49%	-9%	9%	31%	40%
ROCE, justerad	-78%	-35%	-26%	-26%	-17%	-19%	22%	70%	103%
ROIC	-46%	-15%	-22%	-22%	-35%	-9%	7%	25%	32%
Investeringar, mkr	18	25	65	52	40	34	41	70	102
Investeringar / omsättning	101%	38%	90%	54%	44%	14%	8%	7%	6%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	272%	136%	206%	196%	189%	85%	35%	24%	22%
Varulager / omsättning	26%	25%	20%	10%	16%	13%	11%	8%	8%
Kundfordringar / omsättning	30%	35%	31%	20%	21%	18%	17%	14%	10%
Leverantörsskulder / omsättning	16%	18%	29%	14%	16%	11%	11%	11%	8%
Rörelsekapital / omsättning	48%	61%	19%	-4%	6%	10%	6%	8%	8%
Kapitalomsättningshastighet	0,5x	0,3x	0,4x	0,4x	0,2x	0,4x	0,6x	0,9x	1,0x

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-18	56	11	19	-183	-125	-194	-313	-550
Soliditet	83%	57%	72%	68%	82%	65%	60%	60%	63%
Nettoskuldsättningsgrad	-33%	29%	4%	7%	-34%	-28%	-37%	-44%	-54%
Nettoskuld / EBITDA	0,9x	-2,9x	-0,2x	-0,4x	3,0x	4,2x	-1,9x	-1,1x	-1,1x

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-0,59	-0,49	-0,61	-0,60	-1,30	-0,28	0,27	1,24	2,24
EPS, justerad	-0,59	-0,49	-0,61	-0,60	-1,30	-0,28	0,27	1,24	2,24
FCF per aktie	-0,96	-0,68	-0,87	-0,75	-0,63	-0,12	0,23	0,77	1,86
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,30	0,50
Eget kapital per aktie	0,5	2,1	2,3	2,2	3,4	2,9	3,4	4,6	6,5
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	43,5	93,1	118,4	126,2	154,4	154,4	154,4	154,4	154,4

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	neg	neg	neg	neg	neg	neg	117,7x	25,9x	14,4x
P/EK	10,3x	3,0x	2,9x	3,6x	9,3x	11,1x	9,5x	6,9x	4,9x
P/FCF	neg	neg	neg	neg	neg	neg	138,2x	42,0x	17,3x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	0,9%	1,6%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	55%	24%	22%
EV/Sales	10,8x	9,9x	11,1x	11,0x	52,7x	20,2x	9,8x	4,3x	2,7x
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg	neg	45,7x	15,9x	9,1x
EV/EBIT, justerat	neg	neg	neg	neg	neg	neg	69,0x	18,3x	10,0x
Aktiekurs, årets slut	5,0	6,4	6,6	7,9	32,2	32,2	32,2	32,2	32,2
EV, årets slut	197	650	793	1 059	4 781	4 839	4 770	4 651	4 414
FCF-yield	-19%	-11%	-13%	-9%	-2%	0%	1%	2%	6%
Sales	18	66	72	96	91	240	486	1 075	1 655
EBITDA	-20	-20	-53	-48	-61	-30	104	292	487
EBIT, justerad	-26	-51	-70	-78	-91	-65	69	255	442

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se